



## بررسی رابطه بین مخارج سرمایه‌های دولت و شاخصهای بورس اوراق بهادار تهران

دکتر قدرت الله طالب نیا\*

نازنین جلیلی\*\*

### چکیده

در اجرای سیاستهای مالی دولتها، سرمایه‌گذاریهای دولت می‌تواند نقش زیادی در گسترش فعالیتهای بورس اوراق بهادار داشته باشد. لذا این تحقیق در صدد است که رابطه بین مخارج سرمایه‌های دولت و تاثیر آن بر فعالیت بورس اوراق بهادار تهران که رکن اصلی بازار سرمایه کشور و بخش مهمی از کل اقتصاد است را مورد بررسی و مطالعه قرار دهد. به همین منظور این فرضیه اصلی که «بین مخارج سرمایه‌های دولت و شاخصهای بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد» را مطرح می‌نماید. پیرو این فرضیه شش فرضیه فرعی بیان شده است. این فرضیات وجود رابطه معنادار بین مخارج سرمایه‌های دولت و شش شاخص بورس اوراق بهادار تهران از جمله شاخصهای کل قیمت، قیمت و بازده نقدی، بازده نقدی، مالی، صنعت و پنجاه شرکت فعال تر بورس را مطرح می‌کنند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین مخارج سرمایه‌های دولت در دوره مورد بررسی و شاخصهای کل قیمت، قیمت و بازده نقدی و شاخص صنعت بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معنادار و بین مخارج سرمایه‌های دولت و شاخصهای بازده نقدی، مالی و شاخص پنجاه شرکت فعال تر بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای نه چندان قوی طی دوره پنجساله ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ مشاهده می‌شود. با توجه به این نتایج می‌توان گفت که برای پیش‌بینی تغییرات شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌توان از سیاستهای مالی بویژه سیاستهای سرمایه‌گذاری دولت استفاده نمود.

### واژگان کلیدی

سیاستهای مالی دولت، مخارج سرمایه‌های دولت، شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار تهران، شاخص قیمت و بازده نقدی بورس اوراق بهادار، شاخص بازده نقدی بورس اوراق بهادار، شاخص مالی بورس اوراق بهادار، شاخص پنجاه شرکت فعال تر بورس اوراق بهادار

\* استادیار، عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران

\*\* دانش‌آموخته کارشناس ارشد، رشته مدیریت دولتی-گرایش مالی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران

## مقدمه

در اقتصاد ایران، دولت نقش فعالی در انجام سرمایه‌گذاری‌های زیربنایی و نیز نقش تعیین‌کننده‌ای در تخصیص اعتبارات دارد، تصمیمات دولت در بسیاری از موارد موجب تقویت و یا تضعیف شاخصهای قیمت سهام شرکتها و سایر شاخصها در بورس اوراق بهادار بوده و این یکی از عواملی است که سرمایه‌گذاران می‌توانند در تصمیم‌گیریهای خود از آن استفاده نمایند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار می‌توانند با توجه به سیاستهای مالی و سرمایه‌گذاریهای دولت به عنوان بخشی از عوامل کلان اقتصادی، تغییرات شاخصهای بورس اوراق بهادار را پیش‌بینی کنند. بر اساس یافته‌های پژوهشی، در اقتصاد ایران، رشد سرمایه‌گذاری دولتی بازار داخلی را گسترش داده و تقاضا برای فعالیت بخش خصوصی را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر با کاهش هزینه‌های تولیدی و اثرات جانبی باعث می‌شود که سرمایه‌گذاری دولتی یک رابطه مکملی با سرمایه‌گذاری خصوصی نشان دهد. (پروین و قلی بگلو، ۸۱-۸۰، ۱۴-۳۸)

مخارج سرمایه‌ای دولت از چند جهت می‌تواند بر شاخصهای بورس اوراق بهادار تاثیر گذار باشد: بازار سهام ممکن است یکی از هدفهای سیاستهای انقباضی و انبساطی دولت قرار گیرد و اعلام میزان هزینه‌های سرمایه‌ای دولت می‌تواند به عنوان یک عامل اطلاعاتی برای تقاضای سهام حساسیت ایجاد نماید. افزایش هزینه‌های سرمایه‌ای همچنین می‌تواند با کاهش هزینه‌های سنگین صنایع، سودآوری آنها را افزایش دهد، ریسک را کاهش داده، بدین ترتیب قیمت سهام تغییر یابد. سرمایه‌گذاریهای دولت، در صورتهای مالی صنایع با ایجاد تغییر در مقدار و ساختار سرمایه آنها تغییر ایجاد کرده و بر میزان عایدی هر سهم و ثروت سهام‌داران تاثیر می‌گذارد و انتظارات سرمایه‌گذاران جدید را دگرگون می‌نماید.

دولت با انجام مخارج سرمایه‌ای خود از طریق ایجاد زیربناها و زیرساختهای اقتصادی در بسیاری از فعالیتهای که به علت هزینه‌های ثابت بالا بازدهی اندکی برای سرمایه‌گذاران دارد، بازدهی نسبت به مقیاس را بالا برده و از سوی دیگر با ایجاد تقاضا برای کالاها و خدمات سبب افزایش تولید و درآمد سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌شود.

## بیان مسئله

درباره این مسئله که سرمایه‌گذاریهای دولت چه تاثیری بر فعالیتهای بورس اوراق بهادار می‌تواند داشته باشد، دو دیدگاه قابل طرح است:

اول مربوط به زمانی است که سرمایه‌های دولتی برای ایجاد توان اولیه و زیرساختهای تولیدی مورد استفاده قرار می‌گیرد و یا به ادامه حیات و رونق ظرفیتهای موجود کمک می‌نماید که در این حالت یک جهش در فعالیتهای آنها ایجاد نموده و رابطه‌ای مثبت میان هزینه‌های انجام شده توسط دولت و تغییرات شاخصهای بورس مورد انتظار است. تحقیقات انجام شده در ایران بیان می‌دارند، اگر بخش خصوصی پیش‌بینی کند که هزینه‌های سرمایه‌گذاری دولت افزایش پیدا خواهد کرد، سرمایه‌گذاری خود را افزایش خواهد داد. که نشان دهنده اثر مثبت هزینه‌های سرمایه‌گذاری دولت بر سرمایه‌گذاریهای بخش خصوصی است. (عبدلی، ش ۶۶-۶۵، ۴۲)

دیدگاه دیگر زمانی را در بر می‌گیرد که شرکتهای پذیرفته شده در بورس با ایجاد اطمینان در بازار نسبت به رونق فعالیتشان موفق به جذب سرمایه‌های بخش خصوصی و سرمایه‌های سرگردان شده و سرمایه‌های مورد نیاز خود از این بخش می‌شوند. که در این حالت دولت مقدار کمتری از بودجه را صرف طرحهای عمرانی و سرمایه‌گذاریهای خود در این زمینه خواهد کرد. از این دیدگاه انتظار می‌رود هزینه‌های سرمایه‌ای دولت با شاخصهای بورس اوراق بهادار رابطه‌ای معکوس نشان دهد.

از این رو پژوهش حاضر در صدد آن است که رابطه بین مخارج سرمایه‌ای دولت و تاثیر آن بر فعالیت بورس اوراق بهادار تهران که رکن اصلی بازار سرمایه کشور و بخش مهمی از کل اقتصاد است را مورد مطالعه قرار دهد.

## مبانی نظری تحقیق

## ۱- مخارج سرمایه‌ای دولت

پروفسور روبرتسون<sup>۱</sup> اولین نظریه پرداز بود که مسئله سرمایه‌گذاریهای دولت در اقتصاد را مطرح ساخت به نظر این دانشمند دولت باید برای دستیابی به توسعه اقتصادی با سرمایه‌گذاریهای خود کارگاههایی ایجاد کند که به این وسیله از نیروی کار جامعه حداکثر استفاده به عمل آید. (زندى حقیقی، ۱۳۵۵، ۲۷۷) سالها پس از وی هیرشمن نظریه خود را در خصوص لزوم سرمایه‌گذاریهای دولتی بیان نمود. به اعتقاد وی از طریق سرمایه‌گذاریهای دولت در طرحهای زیربنایی و اجتماعی و همچنین سرمایه‌گذاری در فعالیتهای مستقیمی تولیدی به عبارتی انجام طرحهای استراتژیک می‌توان به توسعه دست یافت. (موسوی جهرمی، ۱۳۷۶، ۱۲۱-۱۲۳)

1. John. m. Robertson

۲- عوامل درونی: عوامل درونی مواردی را که از درون شرکتها نشأت می‌گیرد از جمله تصمیماتی که در داخل شرکت اخذ می‌شود و بر قیمت سهام شرکت تاثیرگذار است را در بر می‌گیرد. از میان عوامل یاد شده بررسی تاثیر مخارج سرمایهای دولت بر شاخص کل قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران مد نظر می‌باشد.

#### ب- شاخص قیمت و بازده نقدی

روش محاسبه این شاخص همانند شاخص قیمت سهام است، با این تفاوت که ارزش پایه آن به نسبت ارزش سود نقدی تخصیص یافته به هر سهم تعدیل می‌شود. و این شاخص می‌تواند بازده کل سرمایهای گذاری بر روی اوراق سهام را در طی یک دوره معین نشان دهد. سیاستهای مالی به ویژه سیاستهای سرمایهای گذاری دولت در برنامه‌های توسعه اقتصادی و اجتماعی و تولیدی و سایر عوامل بیرونی و درونی مؤثر بر قیمت سهام از جمله عوامل تاثیرگذار بر این شاخص می‌باشند. و این پژوهش تنها اثرات سیاستها و مخارج سرمایهای گذاری دولت بر این شاخص را در نظر دارد.

#### ج- شاخص بازده نقدی سهام<sup>۷</sup>

تفاضل شاخصهای «قیمت و بازده نقدی» و «شاخص کل قیمت سهام» مقداری است ثابت که برابر تغییرات بازده نقدی سهام می‌باشد.

شاخص بازده نقدی بر اساس دو پیش فرض مهم طراحی و محاسبه می‌شود: یکی آنکه تاریخ اعلام پرداخت سود نقدی یکسان باشد و دیگری سود نقدی تخصیص یافته به هر سهم بدون ریسک باشد. از این رو هنگام کاربرد این شاخص، توجه به این پیش فرضها ناگزیر می‌نماید. این شاخص نیز مانند دیگر شاخصها تحت تاثیر دو گروه عوامل بیرونی و درونی مؤثر بر شاخصهای بورس اوراق بهادار از جمله مخارج سرمایهای دولت قرار دارد.

#### د- شاخصهای فرعی

این شاخصها عبارتند از:

- شاخص مالی و صنعت: در یک طبقه بندی کلی شرکتهای سرمایهای گذاری و شرکتهای مادر که دارای شرکتهایی با زیر مجموعه فراوان می‌باشند در یک گروه و بقیه شرکتهای تولیدی در گروه دیگر قرار می‌گیرند و همزمان با اعلام شاخص کل دو شاخص دیگر به نام شاخص مالی و شاخص صنعت محاسبه و

به این ترتیب مخارج سرمایهای دولت، سرمایهای گذاریهایی هستند که مطابق با سیاستهای مالی دولت در جهت توسعه اقتصادی- اجتماعی و تولیدی انجام می‌گیرند. (جلیلی، ۸۴-۸۳، ۱۶-۲۵)

#### ۲- شاخصهای بورس اوراق بهادار تهران

در بورس اوراق بهادار تهران برای سنجش فعالیت بازار از شاخصهایی استفاده می‌شود که رونق و رکود فعالیتهای بورس اوراق بهادار تهران و تحولات و تغییرات در شرایط اقتصادی، اجتماعی و سیاسی از جمله سیاستهای مالی و سرمایهای گذاریهای دولت را نیز در خود منعکس می‌گردانند.

این شاخصها عبارتند از سه شاخص اصلی به نامهای:

- شاخص کل قیمت سهام<sup>۱</sup>
- شاخص قیمت و بازده نقدی<sup>۲</sup>
- شاخص بازده نقدی<sup>۳</sup>
- و نیز شاخصهای قیمتی فرعی<sup>۴</sup> شامل:
  - شاخص مالی<sup>۵</sup>
  - شاخص صنعت<sup>۶</sup>
  - شاخص پنجاه شرکت فعالتر
  - شاخصهای رشتههای تولیدی و صنعتی
  - شاخصهای هر شرکت

#### الف- شاخص کل قیمت سهام

شاخص قیمت سهام (موزون) شاخصی است که به هر یک از سهام، وزنی برابر با قیمت آن می‌دهند. هر قدر قیمت یک سهم بالاتر باشد اثرات آن بر شاخص مزبور، بر حسب درصد بیشتر خواهد بود. بنابراین شاخص کل قیمت سهام روند تغییرات ارزش جاری سهام را نشان می‌دهد. این شاخص به عنوان اصلیترین شاخص بورس تهران در برگیرنده تمامی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. (همان منبع، ۴۵-۴۲) عوامل گوناگونی بر شاخص قیمت سهام تاثیر گذارند که به طور کلی می‌توان آنها را به دو گروه عمده تقسیم نمود:

۱- عوامل بیرونی: شامل آن دسته از رویدادها و تصمیماتی است که در خارج شرکتهای رخ داده و از کنترل مدیریت خارج است و شامل عوامل اقتصادی و سیاسی و نظامی است، که سیاستها و مخارج سرمایهای دولت نیز جزئی از عوامل اقتصادی محسوب می‌شوند.

1. Tehran Price index (TEPIX)
2. Tehran Dividen Price Index (TEDPIX)
3. Tehran Dividen Index (TEDIX)
4. sub index
5. Financial index
6. Industrial index

عامل تأثیری گذارد، می‌تواند بر قیمت سهام و در نهایت بر شاخص آن تأثیر گذار باشد.

رابطه مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص قیمت و بازده نقدی بورس اوراق بهادار: مخارج سرمایه‌ای دولت از میزان هزینه‌های سرمایه‌ای ثابت صنایع که شامل مبالغ بسیار زیادی است کاسته و بازدهی به مقیاس را افزایش می‌دهد. از آنجا که ارزش پایه شاخص قیمت و بازده نقدی به نسبت ارزش سود نقدی تخصیص یافته به هر سهم تعدیل می‌شود بنابراین عوامل موثر بر سود دهی صنایع بر این شاخص تأثیرگذار خواهد بود و تغییرات در سرمایه‌گذاریهای دولتی می‌تواند با تغییر در اطلاعات حسابداری و سود حسابداری به عنوان یکی از مهمترین اطلاعات حسابداری که در ارتباط با بازده سهام است بر شاخص قیمت و بازده نقدی تأثیر گذارد. در پژوهشی که طی سالهای ۷۷ - ۶۹ در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته، بیان شده است که به دلیل حضور کم بخش خصوصی و حضور همه جانبه بخش دولتی در اقتصاد کشور تأثیر عوامل کلان اقتصادی که عمدتاً ناشی از سیاستهای دولت می‌باشد در موفقیت یا عدم موفقیت یک شرکت و افزایش یا کاهش سودآوری آنها بسیار زیاد است. (خدایی، ۷۸-۱۳۷۷، پراکنده)

رابطه مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص بازده نقدی سهام: به نظر می‌رسد مخارج سرمایه‌ای دولت به عنوان یک عامل تأثیر گذار بر شاخص کل قیمت و شاخص قیمت و بازده نقدی می‌تواند بر تغییرات شاخص بازده نقدی که بر پایه تفاضل منطقی دو شاخص مذکور به دست می‌آید تأثیر گذار باشد. در تحقیقی که توسط «کلاگ»<sup>۱</sup> در دانشگاه لوئیزیانا صورت گرفته است رابطه تحولات کلان اقتصادی و شاخص قیمت سهام تأیید شده است اما متغیرهای کلان عامل مهمی در توجیه تغییرات جاری بازده سهام محسوب نمی‌شود. این در حالی است که بخشی از تحقیقات انجام شده در ایران وجود رابطه مثبت میان سیاستهای دولت و همچنین متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده سهام را تأیید می‌کنند. (جلیلی، همان منبع، ۱۰۱)

رابطه مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخصهای فرعی بورس اوراق بهادار: تزریق مخارج سرمایه‌ای دولت به ساختار سرمایه شرکتها می‌تواند قیمت سهام آنها و در نتیجه شاخص قیمت سهام شرکتها و شاخص صنعت را تحت تأثیر قرار دهد. بر اساس پژوهشی که طی سالهای ۸۰-۷۷ در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته، بیان شده است که مخارج دولت بر تغییرات شاخص صنعت بورس اوراق بهادار تهران تأثیری مثبت و معنادار

منتشر می‌گردند. شاخص مالی نمایانگر داد و ستدهای مالی و نماد فعالیت شرکت‌های واسطه‌گری مالی بورس تهران است و شاخص صنعت شرکت‌های مادر و زیر مجموعه‌های فراوان آنها را در بر می‌گیرد.

شاخص پنجاه شرکت فعالتر بورس: بر اساس ارزش بازار سهام شرکتها، هر سه ماه یکبار ۵۰ شرکت با بیشترین رقم ارزش جاری انتخاب می‌گردند. که بر اساس این انتخاب شاخص مطمئن‌تر و قابل استفاده‌تری در اختیار قرار خواهد گرفت و ضمناً از تأثیر آثار منفی شرکت‌های غیر فعال و کوچک در شاخص جلوگیری به عمل خواهد آمد. این شرکتها هر سه ماه یکبار مجدداً بازبینی و چنانچه لازم باشد شرکت یا شرکت‌هایی از مجموعه حذف و در عوض شرکت یا شرکت‌های دیگری به لیست اضافه خواهند شد.

شاخص رشته‌های تولیدی و صنعتی (شاخص صنایع): شاخص صنایع همانند شاخص اصلی محاسبه می‌شود ولی از نظر شرکت‌های زیر مجموعه محدود به شرکت صنعت به خصوص می‌باشد.

شاخص شرکت: شاخص شرکت به تفکیک برای هر شرکت پذیرفته شده محاسبه و مبنای محاسباتش همانند روشی است که در محاسبه شاخص صنایع و کل به کار می‌رود.

### ۳- رابطه بین مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخصهای بورس اوراق بهادار

در زیر تأثیر تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت بر انواع شاخصهای بورس مورد بررسی و مطالعه قرار می‌گیرد:

رابطه مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار: تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت می‌تواند بر سوددهی صنایع تأثیر گذاشته و صورت‌های مالی شرکتها را تحت تأثیر خود قرار دهد و بر قیمت سهام تأثیر گذار باشد و همچنین می‌تواند به عنوان عوامل ریسک بازار بر انتظارات سرمایه گذاران در مورد آینده بازار تأثیر گذارد. به این ترتیب موجب تغییرات شاخص کل قیمت سهام که میزان‌الحراره‌ای حساس از پدیده‌های سیاسی - اقتصادی است، گردد. تحقیقات نشان می‌دهد که شاخص قیمت سهام از متغیرهای کلان اقتصادی و اطلاعات اقتصادی تأثیر می‌پذیرد. (جوادی، ۷۴-۱۳۷۳، پراکنده)

بررسی روند تغییرات قیمت سهام متداول ترین نقطه شروع برای سرمایه گذاران در موقع خرید سهام می‌باشد. و این قیمت تحت تأثیر دو عامل قرار دارد نخست عواملی که بر یک سهم به خصوص تأثیر می‌گذارد و دیگری عواملی که بر کل بازار سهام اثر گذار است. از آنجا که مخارج سرمایه‌ای دولت بر هر دو

- ۲- بین مخارج سرمایه‌های دولت و شاخص قیمت و بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار وجود دارد.
- ۳- بین مخارج سرمایه‌های دولت و شاخص بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار وجود دارد.
- ۴- بین مخارج سرمایه‌های دولت و شاخص مالی بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار وجود دارد.
- ۵- بین مخارج سرمایه‌های دولت و شاخص صنعت بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار وجود دارد.
- ۶- بین مخارج سرمایه‌های دولت و شاخص پنجاه شرکت فعالتر بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار وجود دارد.

#### ۶- روش تحقیق

این پژوهش در حوزه تحقیقات کاربردی و مبتنی بر اطلاعات واقعی بودجه دولت و بازار سهام تهران و در چارچوب روش کلی قیاسی - استقرایی صورت گرفته است. داده‌ها و اطلاعات مربوط به ارقام مخارج سرمایه‌های دولت از جداول مربوط به وضع مالی دولت که توسط بانک مرکزی انتشار یافته و شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران از گزارش عملکرد سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ که توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران منتشر شده استخراج گردید.

#### ۷- متغیرهای تحقیق

- الف-متغیر مستقل: در پژوهش حاضر مخارج سرمایه‌های دولت طی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است.
- ب- متغیرهای وابسته: در این تحقیق ارقام پایان دوره یکساله هر یک از سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران از جمله:
- ۱- شاخص کل قیمت
  - ۲- شاخص قیمت و بازده نقدی
  - ۳- شاخص بازده نقدی
  - ۴- شاخص مالی
  - ۵- شاخص صنعت
  - ۶- شاخص پنجاه شرکت فعالتر
- به عنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته شده‌اند.

#### ج- متغیرهای مداخله‌گر:

در تحقیق حاضر بسیاری از پدیده‌ها و تغییرات اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی و سیاسی بر متغیرها تاثیر گذارند، اما از آنجا

می‌گذارد. (عزیزخانی، ۸۲-۱۳۸۱، پراکنده) همچنین شاخص پنجاه شرکت فعالتر که شرکت‌هایی با بالاترین رقم ارزش جاری را دربرمی‌گیرد علاوه بر سایر عوامل درونی و بیرونی تحت تاثیر مکانیسم‌هایی که شاخص قیمت سهام را تغییر می‌دهند از جمله تغییرات میزان مخارج سرمایه‌های دولت، نیز قرار دارد. به این ترتیب شاخص مالی نیز که نشان دهنده فعالیت‌های جنبی و واسطه‌گری‌های مالی است نیز می‌تواند در اثر تغییر در انگیزه‌های سرمایه‌گذاران که حاصل دستیابی آنها به اطلاعات مالی و سیاست‌ها و پدیده‌های مختلف اقتصادی از جمله سیاست‌های حمایتی و سرمایه‌گذاری دولت است تغییر یابد.

#### ۴- اهداف تحقیق

با توجه به مبانی نظری و تحقیقات انجام شده در مورد تاثیر مخارج سرمایه‌های دولت بر شاخص‌های بورس اوراق بهادار، هدف از این پژوهش یافتن رابطه‌ای معنادار بین مخارج سرمایه‌های دولت و شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران است. به این منظور که آیا می‌توان از میزان تغییرات مخارج سرمایه‌های دولت تغییرات شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران را پیش‌بینی نمود یا خیر؟ لذا موارد خاص اهداف به شرح زیر می‌باشد:

الف- یافتن رابطه میان مخارج سرمایه‌های دولت و شاخص‌های کل قیمت سهام، قیمت و بازده نقدی و بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران (شاخص‌های اصلی)

ب- یافتن رابطه میان مخارج سرمایه‌های دولت و شاخص‌های مالی، صنعت و پنجاه شرکت فعال‌تر بورس اوراق بهادار تهران (شاخص‌های فرعی)

#### ۵- فرضیه‌های تحقیق

با توجه به اهداف فوق فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر مطرح می‌گردند:

فرضیه اصلی: بین مخارج سرمایه‌های دولت و شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار وجود دارد.

برای تایید یا رد فرضیه فوق فرضیه‌های فرعی زیر مطرح می‌گردند تا اطلاعات بر مبنای آنها جمع‌آوری و سپس فرضیه اصلی تایید یا رد گردد.

#### فرضیه‌های فرعی:

۱- بین مخارج سرمایه‌های دولت و شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار وجود دارد.

جدول ۱- آماره های توصیفی ساده برای هر یک از متغیرها

ماکزیمم	مینیمم	جمع	انحراف استاندارد	میانگین	
۳۷۲۱۳	۱۷۴۲۵	۱۲۷۳۰۸	۷۲۱۸	۲۵۴۶۲	مخارج سرمایه‌های دولت
۵۰۶۳	۱۵۳۸	۱۵۵۴۴	۱۳۷۳	۳۱۰۹	شاخص کل قیمت سهام
۱۱۳۴۶	۱۹۱۲	۲۹۲۴۷	۳۷۲۵	۵۸۴۹	شاخص قیمت و بازده نقدی
۳۷۰۵	۲۰۵۵	۱۴۴۰۴	۱۵۰۷۷۳ ۶۵۶	۲۸۸۱	شاخص بازده نقدی
۸۹۸۶	۴۰۴۸	۳۲۵۶۳	۳۳۰۸	۶۵۱۳	شاخص مالی
۴۶۴۳	۱۲۹۲	۱۳۷۴۱	۱۲۹۲	۲۷۴۸	شاخص صنعت
۲۹۲۱۶۴۰	۱۰۲/۰۱۰	۹۷۸۵۳۰	۷۵۲۸۴۵۸	۱۹۵۷۰۶	شاخص پنجاه شرکت فعالتر

با توجه به داده‌های فوق، نتایج تحقیق به تفکیک هر فرضیه به صورت زیر مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد:

### فرضیه اصلی

بین مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخصهای بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار وجود دارد. برای تایید یا رد فرضیه فوق فرضیه‌های فرعی زیر مطرح می‌گردد:

### فرضیه فرعی اول:

بین مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون آماری فرضیه فرعی اول به شرح جدول شماره ۲ می‌باشد.

جدول ۲: نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه فرعی اول

ضریب همبستگی پیرسون	ضریب تعیین	Pr>F	کل خطای استاندارد	ضریب متغیر مستقل
۰/۸۹۱۵۰	۰/۷۹۴۸	۰/۰۴۲۲	۷۱۸/۱۸۵۶۷	۰/۱۶۹۵۸

با توجه به مقدار  $Pr > F$  که کوچکتر از  $۰/۰۵$  (سطح معنی‌دار بودن ملاک آزمون) است با سطح اطمینان  $۹۵\%$  فرض معنی‌دار بودن و رابطه داشتن دو متغیر مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص کل قیمت پذیرفته می‌شود.

مدل رگرسیون برای متغیر وابسته شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار تهران و متغیر مستقل مخارج سرمایه‌ای به صورت زیر است:

که در نظر گرفتن تمامی آنها امری است که احتیاج به انجام پژوهش در تمامی این حوزه‌ها و در مقیاس گسترده‌تر دارد، لذا در این تحقیق و با در نظر گرفتن امکانات موجود تنها به آزمون فرضیه‌های مورد نظر اکتفا شده و اثر دیگر متغیرهای مداخله‌گر ثابت فرض می‌گردد.

### ۸- روش جمع‌آوری اطلاعات

برای جمع‌آوری اطلاعات و داده‌های پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شد و ارقام مربوط به متغیرهای پژوهش از اطلاعات منتشر شده توسط بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار تهران به دست آمد.

### ۹- روش آزمون فرضیه‌ها

آزمون فرضیات این پژوهش با توجه به داده‌های کمی و فرضیات آن در حوزه آزمونهای آمار استنباطی قرار می‌گیرد و از آنجا که رابطه میان یک متغیر مستقل و چند متغیر وابسته را مورد بررسی قرار می‌دهد، به روشهای همبستگی پیرسون و رگرسیون و با استفاده از نرم افزار spss انجام می‌گردد. ملاک آزمون با  $pr > f$  نشان داده شده و سطح معنادار بودن ملاک آزمون کننده  $۰/۰۵$  در نظر گرفته شده است. بنابراین با سطح اطمینان  $۹۵\%$  در صورتی که ملاک آزمون کننده  $pr > f$  برای هر فرضیه پیش کشیده شده (فرضیه تحقیق)  $H_1$  در ناحیه مجاز (کمتر از  $۰/۵$ ) قرار گیرد فرض معنادار بودن و رابطه داشتن دو متغیر مستقل و وابسته تایید می‌گردد. و  $H_1$  به عنوان فرضیه درست حفظ شده، در غیر این صورت فرض صفر آماری  $H_0$  را می‌پذیریم. و میزان همبستگی و مستقیم و معکوس بودن رابطه توسط ضریب همبستگی پیرسون و علامت ضریب متغیر مستقل در مدل رگرسیون تعیین می‌گردد. تایید هر فرض بدین معنا است که سرمایه‌گذاران می‌توانند با توجه به تغییرات سیاستهای مالی و مخارج سرمایه‌ای دولت، تغییرات شاخصهای مورد بررسی را پیش بینی نمایند، و عدم تایید فرضیه بیانگر آن است که با استفاده از تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت نمی‌توان تغییرات شاخصهای مورد بررسی را پیش‌بینی نمود.

### ۱۰- یافته‌های تحقیق و تجزیه و تحلیل<sup>۱</sup>

از اطلاعات مربوط به هر یک از متغیرها که شامل ارقام دوره پنج ساله ۸۱ - ۱۳۷۷ می‌باشد، آمارهای توصیفی ساده برای متغیرهای مورد بررسی به شرح جدول زیر حاصل آمد:

۱ - رجوع شود به ( جلیلی ، نازنین ، همان منبع ، صص ۱۴۱-۱۱۶ )

نتایج حاصل از آزمون آماری فرضیه فرعی سوم به شرح جدول شماره ۴ می‌باشد.

جدول ۴: نتایج حاصل از آزمون آماری فرضیه فرعی سوم

ضریب همبستگی پیرسون	ضریب تعیین	Pr>F	کل خطای استاندارد	ضریب متغیر مستقل
۰/۸۳۸۸۹	۰/۷۰۳۷	۰/۰۷۵۷	۴۱۲/۶۱۷۴۱	۰/۷۶۳۱

مقدار عددی ملاک آزمون برای فرضیه فرعی سوم ۰/۰۷۵ به دست آمده است که با توجه به آن فرضیه تحقیق  $H_1$  را نمی‌توان پذیرفت. بنابراین فرض صفر آماری  $H_0$  به عنوان فرضیه درست تایید می‌گردد.

مقدار ضریب تعیین برای فرضیه فرعی سوم ۰/۷۰۳۷ می‌باشد بنابراین ۷۰٪ از تغییرات شاخص بازده نقدی توسط متغیر مستقل مخارج سرمایه‌ای قابل توضیح است.

#### فرضیه فرعی چهارم:

بین مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص مالی بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. نتایج آزمون آماری فرضیه فرعی چهارم به شرح جدول شماره ۵ می‌باشد.

جدول ۵: نتایج آزمون آماری فرضیه فرعی چهارم

ضریب همبستگی پیرسون	ضریب تعیین	Pr>F	کل خطای استاندارد	ضریب متغیر مستقل
۰/۷۴۱۲۹	۰/۵۴۹۵	۰/۱۵۱۷	۱۷۱۱/۴۱۳۸۳	۰/۲۲۶۸۰

مقدار  $pr > f$  برای فرضیه فرعی چهارم ۰/۱۵۱۷ می‌باشد. بنابراین با ۹۵٪ اطمینان فرض صفر آماری  $H_0$  پذیرفته می‌شود و فرض معنی‌دار بودن رابطه بین دو متغیر مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص مالی یعنی فرضیه تحقیق ( $H_1$ ) تایید نمی‌گردد.

مقدار ضریب تعیین (۰/۵۴۹۵) نیز نشان می‌دهد ۵۴٪ از تغییرات شاخص مالی توسط متغیر مستقل مخارج سرمایه‌ای دولت قابل بیان است.

#### فرضیه فرعی پنجم

بین مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص صنعت بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار وجود دارد.

مخارج سرمایه‌ای  $\alpha + \beta$  = شاخص کل قیمت

$$\text{Tepix} = - ۱۲۰۹ + ۰/۱۶۹۶ \text{HSD}$$

که با توجه به مثبت بودن ضریب متغیر مستقل شاخص کل قیمت به طور مستقیم تحت تاثیر تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت قرار دارد. همچنین با توجه به مقدار ضریب تعیین ۷۹٪ از تغییرات متغیر وابسته شاخص کل قیمت با فرض ثابت بودن سایر شرایط توسط متغیر مخارج سرمایه‌ای دولت قابل توضیح است.

مخارج سرمایه‌ای دولت به عنوان بخشی از سیاست‌های مالی بر تغییرات شاخص کل قیمت بورس که مهمترین شاخص است در دوره مورد بررسی تاثیر مثبت داشته است.

#### فرضیه فرعی دوم:

بین مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص قیمت و بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون آماری فرضیه فرعی دوم به شرح جدول شماره ۳ می‌باشد.

جدول ۳: نتایج حاصل از آزمون آماری فرضیه فرعی دوم

ضریب همبستگی پیرسون	ضریب تعیین	Pr>F	کل خطای استاندارد	ضریب متغیر مستقل
۰/۸۹۵۲۸	۰/۸۰۱۵	۰/۰۴۰۰	۱۹۱۶/۴۱۴۲۹	۰/۴۶۲۱

با توجه به جدول مقدار عددی ملاک آزمون ۰/۰۴ می‌باشد که از سطح معنادار آن کوچکتر است و فرض  $H_1$  یعنی فرض معنادار و رابطه داشتن دو متغیر مخارج سرمایه‌ای و شاخص قیمت و بازده نقدی بورس به عنوان فرض درست حفظ می‌گردد.

مدل رگرسیون برای این دو متغیر به صورت زیر است:

مخارج سرمایه‌ای دولت  $\alpha + \beta$  = شاخص قیمت و بازده نقدی

$$\text{Tedpix} = - ۵۹۱۶/۵ + ۰/۴۶۲۱ \text{HSD}$$

شاخص قیمت و بازده نقدی با توجه به مثبت بودن ضریب متغیر مستقل به طور مستقیم تحت تاثیر تغییرات مخارج سرمایه‌ای قرار دارد.

مقدار ضریب تعیین برای فرضیه فرعی دوم ۰/۸۰۱۵ به دست آمد بنابراین ۸۰٪ از تغییرات شاخص قیمت و بازده نقدی توسط متغیر مستقل مخارج سرمایه‌ای دولت بیان می‌شود.

#### فرضیه فرعی سوم:

بین مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

مقدار ضریب تعیین نیز نشان می‌دهد ۷۲٪ از تغییرات متغیر وابسته شاخص پنجاه شرکت فعالتر بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیر مستقل مخارج سرمایه‌ای دولت قابل توضیح است.

**خلاصه نتایج آزمونهای آماری فرضیه‌های فرعی ششگانه**  
بنابراین می‌توان با فرض ثابت بودن سایر شرایط نتایج پژوهش را در جدولی به صورت زیر خلاصه نمود. جدول شماره ۸ خلاصه مقایسه‌ای نتایج پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۸ - خلاصه مقایسه‌ای نتایج پژوهش

فرضیه های تحقیق	متغیرها	ضریب تعیین	مقدار عددی ملاک آزمون $p > f$	سطح معنادار بودن	سطح اطمینان	نتیجه
فرضیه فرعی اول	مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص کل قیمت	۷۹٪	۰/۰۴۲۲	۰/۰۵	۹۵٪	قبول فرضیه
فرضیه فرعی دوم	مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص قیمت و بازده نقدی	۸۰٪	۰/۰۴	۰/۰۵	۹۵٪	قبول فرضیه
فرضیه فرعی سوم	مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص بازده نقدی	۷۰٪	۰/۰۷۵۷	۰/۰۵	۹۵٪	عدم قبول فرضیه
فرضیه فرعی چهارم	مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص مالی	۵۴٪	۰/۱۵۱۷	۰/۰۵	۹۵٪	عدم قبول فرضیه
فرضیه فرعی پنجم	مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص صنعت	۸۳٪	۰/۰۳۱۲	۰/۰۵	۹۵٪	قبول فرضیه
فرضیه فرعی ششم	مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص پنجاه شرکت فعال‌تر	۷۲٪	۰/۰۶۷۲	۰/۰۵	۹۵٪	عدم قبول فرضیه

بین مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخصهای کل قیمت، قیمت و بازده نقدی و صنعت بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای مستقیم و معنادار وجود دارد. یعنی متغیر مخارج سرمایه‌ای دولت در بیش از ۵۴٪ تغییرات کلیه شاخصهای مورد بررسی (شاخصهای ششگانه) و بیش از ۷۹٪ تغییرات شاخصهای کل قیمت، قیمت و بازده نقدی و صنعت بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است.

#### ۱۱- نتیجه گیری

همانطور که آزمونهای آماری نشان می‌دهند بین مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخصهای کل قیمت، قیمت و بازده نقدی و صنعت بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای مثبت و معنادار و بین مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخصهای بازده نقدی و مالی و پنجاه شرکت فعالتر بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای مثبت ولی نه چندان قوی طی دوره پنجساله ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ مشاهده می‌شود.

بنابراین برنامه‌ریزان دولت می‌توانند با توجه به اینکه افزایش سرمایه‌گذاریهای دولت در صنایع مختلف می‌تواند سود سرمایه‌ای آنها را افزایش دهد و بر قیمت سهام تاثیر مثبت بگذارد برنامه‌ریزی نمایند. همچنین سرمایه‌گذاران می‌توانند جهت پیش‌بینی تغییرات شاخص کل قیمت سهام از تغییرات میزان مخارج سرمایه‌ای دولت نیز استفاده نمایند.

نتایج آزمون آماری فرضیه فرعی پنجم به شرح جدول شماره ۶ می‌باشد

جدول ۶: نتایج آزمون آماری فرضیه فرعی پنجم

ضریب همبستگی پیرسون	ضریب تعیین	$Pr > f$	کل خطای استاندارد	ضریب متغیر مستقل
۰/۹۱۱۵۵	۰/۸۳۰۹	۰/۰۳۱۲	۶۱۳/۳۲۷۶۲	۰/۱۶۳۱۴

با توجه به مقدار عددی ملاک آزمون برای فرضیه فرعی پنجم (۰/۳۱۲) که کوچکتر از سطح معناداری می‌باشد، فرض صفر آماری  $H_0$  پذیرفته نیست و با ۹۵٪ اطمینان فرض معناداری و رابطه داشتن دو متغیر مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص صنعت، یعنی فرضیه تحقیق ( $H_1$ ) تایید می‌گردد.

مدل رگرسیون برای این دو متغیر به صورت زیر است:

مخارج سرمایه‌ای دولت  $\alpha + \beta$  = شاخص صنعت

$$\text{Industrial index} = -1405/6 + 0/1631 \text{ HSD}$$

شاخص صنعت با توجه به مثبت بودن ضریب متغیر مستقل در این مدل به طور مستقیم تحت تاثیر تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت قرار دارد. مقدار ضریب تعیین برای فرضیه فرعی پنجم ۸۳۰۹/۰ به دست آمده است، بنابراین ۸۳٪ از تغییرات متغیر وابسته شاخص صنعت توسط متغیر مستقل مخارج سرمایه‌ای دولت بیان می‌شود.

#### فرضیه فرعی ششم

بین مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص پنجاه شرکت فعالتر بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار وجود دارد. نتایج آزمون آماری فرضیه فرعی ششم به شرح جدول شماره ۷ می‌باشد.

جدول ۷ - نتایج آزمون آماری فرضیه فرعی ششم

ضریب همبستگی پیرسون	ضریب تعیین	$Pr > f$	کل خطای استاندارد	ضریب متغیر مستقل
۰/۸۵۱۴۸	۰/۷۲۵۰	۰/۰۶۷۲	۴۵/۸۵۶۲۵	۰/۰۰۸۸۸

مقدار  $p > f$  برای فرضیه فرعی ششم ۰/۶۷۲ می‌باشد که بزرگتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر آماری ( $H_0$ ) را نمی‌توان رد کرد و با اطمینان ۹۵٪ فرض معنی‌دار بودن رابطه بین دو متغیر مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخص پنجاه شرکت فعالتر بورس اوراق بهادار یعنی فرضیه تحقیق ( $H_1$ ) تایید نمی‌گردد.



پیرو حمایت‌های دولت اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. لذا سرمایه‌گذاران و فعالان در بورس می‌توانند برای پیش‌بینی تغییرات شاخص صنعت از تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت استفاده نمایند. شاخص پنجاه شرکت فعالتر بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌هایی را دربرمی‌گیرد که دارای بیشترین ارزش هستند. این شاخص با سرمایه‌گذاری‌های دولت رابطه معنادار نشان نمی‌دهد، که یکی از دلایل حصول این نتیجه می‌تواند دیر بازده بودن سرمایه‌گذاری‌های دولتی باشد. همچنین از آنجا که این شاخص از تاثیر فعالیت صنایع کوچک و غیر فعال مصون است بنابراین می‌توان به این نتیجه نیز دست یافت که صنایع پس از آنکه به مرحله مطلوبی از رشد دست یافتند می‌توانند بیش از پیش سرمایه‌های مردمی را به خود جلب نمایند. اما صنایع کوچک و ضعیف‌تر برای ماندگاری و رشد نیازمند به سرمایه‌گذاری‌های دولتی هستند و نمی‌توانند با تکیه بر فروش سهام خود سرمایه مورد نیاز خویش را تامین نمایند. اما پنجاه شرکت فعالتر بورس علاوه بر آنکه به مجموعه گسترده‌ای از راه‌های تامین منابع مالی دسترسی دارند از سیاست‌ها و قوانین حمایتی نیز بهره‌مند هستند. بنابراین استفاده کنندگان شاخص پنجاه شرکت فعالتر نمی‌توانند برای پیش‌بینی تغییرات این شاخص از تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت استفاده نمایند.

بنابر مجموعه دلایل مذکور، تصویر کامل آثار مخارج سرمایه‌ای دولت را نمی‌توان در تمامی شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران مشاهده نمود. اما در بررسی تغییرات این شاخصها عامل سرمایه‌گذاری‌های دولت را نیز نمی‌توان نادیده گرفت. با توجه به نتایج پژوهش، به سرمایه‌گذاران و فعالان در بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌شود، جهت پیش‌بینی تغییرات شاخص‌های مورد بررسی از تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت نیز بهره جویند.

## ۱۲- محدودیتهای تحقیق و متغیرهای مداخله‌گر

این پژوهش با محدودیتهایی از جمله موارد زیر مواجه شد:

- عدم وجود اطلاعات یکسان در دستگاههای مختلف از جمله سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور بانک مرکزی و مرکز آمار ایران در حوزه هزینه‌های دولت و ارقام مخارج سرمایه‌ای دولت که در نهایت ارقام برآورد شده توسط بانک مرکزی از عملکرد دولت مورد استفاده قرار گرفت.

- عدم محاسبه شاخصهای فرعی و شاخص قیمت و بازده نقدی و بازده نقدی توسط بورس اوراق بهادار تهران تا قبل از سال ۱۳۷۷ که از در نظر گرفتن سال‌های پیش از آن در انجام پژوهش صرف نظر گردید.

تایید تاثیر مخارج سرمایه‌ای دولت بر شاخص قیمت و بازده نقدی نشان می‌دهد هزینه‌های سرمایه‌ای دولت علاوه بر تاثیر روی شاخص قیمت بر برآیند حرکت‌های قیمتی و بازده سهام به عبارتی بر بازده کل سرمایه‌گذاری در بورس تاثیر گذار می‌باشد. دولت توسط این ابزار می‌تواند در قیمت و بازده سهام شرکتها تغییر ایجاد نماید. و تحركات قیمت و تا حدی بازده بورس اوراق بهادار تهران بیش از آنکه در پی سرمایه‌گذاری‌های خصوصی و مستقل انجام گیرد تحت سیاست‌های حمایتی دولت در جهت سرمایه‌گذاری صورت می‌پذیرد. لذا جهت پیش‌بینی این شاخص نیز می‌توان از تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت استفاده نمود.

با نگاهی به نتایج به دست آمده از آزمون آماری فرضیه فرعی سوم می‌توان دریافت که میزان تغییرات شاخص بازده نقدی سهام کمتر از قیمت آن تحت تاثیر سرمایه‌گذاری‌های دولتی قرار دارد و مخارج سرمایه‌ای دولت بیش از آنکه بر بازده واقعی سهام تاثیرگذار باشد بر قیمت آن موثر است و تغییرات عمده شاخص بازده نقدی حاصل دیگر عوامل موثر بر صنایع و بازار سهام است. و برای پیش‌بینی تغییرات این شاخص نمی‌توان از تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت بهره جست.

مخارج سرمایه‌ای دولت بر شاخص مالی نیز که نمایانگر داد و ستدهای مالی و سهام شرکت‌های واسطه‌گری مالی بورس تهران است تاثیر معنادار نمی‌گذارد. فعالیت شرکت‌های مشمول این شاخص داد و ستدهای مالی است و بدون سرمایه‌گذاری‌های کلان در بخش تجهیزات و ماشین آلات و با استفاده از منابع حمایتی و اطلاعاتی ویژه خود به شکل سازمانهایی که سودآوری آنها فارغ از سرمایه‌گذاری‌های دولتی صورت می‌گیرد عمل نموده و مشوق سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در این حوزه می‌گردند. و رشد شاخص مالی نیز به تنهایی نمی‌تواند نشان دهنده رونق در صنعت و یا بازار خدمات مالی کشور باشد. بلکه نشان دهنده تغییرات قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری است که بیشتر تحت تاثیر تغییرات قوانین دولتی قرار دارند تا سرمایه‌گذاری‌های دولت. بنابراین استفاده کنندگان شاخص مالی نمی‌توانند برای پیش‌بینی این شاخص از تغییرات مخارج سرمایه‌ای دولت استفاده نمایند.

اما از آنجا که شاخص صنعت، شرکت‌های مادر و بخشهای وابسته به آنرا در بر می‌گیرد می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاری‌های دولتی بر میزان سود سرمایه‌ای این شرکتها و قیمت سهام صنایع تاثیری مثبت و مستقیم دارد، و این صنایع با بهره‌گیری از سرمایه‌گذاری‌های دولتی بر سودآوری خود افزوده و سرمایه‌گذاران

پژوهش در همه زمینه‌های مربوط و در مقیاس گسترده‌تر است لذا در این پژوهش و با در نظر گرفتن امکانات موجود تنها به آزمون فرضیه‌های تحقیق اکتفا شده و اثر دیگر متغیرها ثابت فرض گردیده است.

همانطور که پیشتر گفته شد در انجام این تحقیق علاوه بر متغیر مستقل مورد نظر، بسیاری از پدیده‌ها و تغییرات اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی و سیاسی بر متغیرهای وابسته تاثیر گذارند که از آنها به عنوان متغیرهای مداخله‌گر یاد کردیم. از آنجا که در نظر گرفتن تمامی این متغیرها نیازمند

## منابع

- ۱- بانک مرکزی، بررسیهای اقتصادی، اداره مطالعات و بررسی‌های بانک مرکزی، ۱۳۷۵
  - ۲- پروین، سهیلا، محمد رضا قلی بگلو، بررسی تاثیر مالی مخارج دولت بر متغیرهای کلان اقتصادی در ایران، مجله برنامه و بودجه، سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور، شماره ۷۱ و ۷۲، اسفند ۱۳۸۰ و فروردین ۱۳۸۱، صص ۳۸-۱۴
  - ۳- جلیلی، نازنین، بررسی رابطه بین مخارج سرمایه‌ای دولت و شاخصهای بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته مدیریت دولتی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، ۸۴-۱۳۸۳.
  - ۴- جوادی، جواد، بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۷۲.
  - ۵- خدایی، ایمان، بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۷۲
  - ۶- زندی حقیقی، منوچهر، اقتصاد مالیه عمومی، نشر موسسه بیمه تهران، ۱۳۵۵، ص ۲۸۰
  - ۷- سازمان بورس اوراق بهادار تهران، گزارش عملکرد ۱۳۷۸
  - ۸- سازمان بورس اوراق بهادار تهران، گزارش عملکرد ۱۳۷۹
  - ۹- سازمان بورس اوراق بهادار تهران، گزارش عملکرد ۱۳۸۰
  - ۱۰- سازمان بورس اوراق بهادار تهران، گزارش عملکرد ۱۳۸۱
  - ۱۱- عزیز خانی، علی، بررسی اثر حجم پول در جریان، مخارج دولت و شاخص قیمت مصرف کننده بر شاخص صنعت در بورس تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات ۱۳۸۱
  - ۱۲- عبدلی، قهرمان، اثر بودجه عمرانی دولت بر سرمایه‌گذاری خصوصی، مجله برنامه و بودجه، شماره ۶۶-۶۵، ص ۴۲
  - ۱۳- موسوی جهرمی، یگانه، توسعه اقتصادی و برنامه‌ریزی، نشر پیام نور، ۱۳۷۶، صص ۱۲۳-۱۲۱
- 14- Kluge .G,(1994)" stock returns and macro economic variables , a var model" ,louisiana techuniversity DBA thesis